

日本経済情報 2024 年 8 月号

Summary

【内 容】

4～6 月期は 2 四半期ぶりプラス成長

個人消費は反動増の域を脱せず

街角景気は消費関連が悪化

企業景況感は改善

7 月販売統計は週末要因で悪化

物価沈静化は足踏み

賃金の上昇続く

個人消費は回復へ

設備投資は底堅く推移

住宅投資は一旦下げ止まる

インバウンド需要も堅調

財輸出は下げ止まらず

12 月追加利上げを予想

円高・金利上昇でも景気拡大続く

伊藤忠総研

チーフエコノミスト

武田淳

(03-3497-3676)

takeda-ats

@itochu.co.jp

マクロ経済センター長

宮寄浩

(03-3497-7354)

miyazaki-hiroshi

@itochu.co.jp

経済正常化に向けた動きを再開（改定見通し）

4～6 月期の実質 GDP 成長率は 2 四半期ぶりの前期比プラスとなったが、前期に落ち込んだ反動が大きく、前年同期比ではマイナスのまま。回復とは言えず、持ち直した程度との評価が妥当。

7 月の消費関連統計は悪化が目立つが、前年より週末の数が少なかったことが主因であり、個人消費は数字が示すほど悪いわけではない。消費を取り巻く環境は、物価上昇の鈍化こそ足踏みしているものの、高い春闘賃上げ率を反映して所定内給与の伸びは高まり、消費者マインドも改善しつつある。今後は、電気・ガス代の補助金再開や円安修正により消費者物価上昇率は前年比 2%前後に落ち着き、個人消費は実質賃金の増加やマインド改善を背景に拡大が続く見通し。

設備投資は、先行指標の機械受注が高水準を維持し、底堅く推移している。最近の円高進行による企業収益の影響は限定的とみられ、今後の設備投資は、需要や企業収益の拡大を追い風に、強気な投資計画が実行に移され堅調な拡大が続こう。輸出は、インバウンド需要の増勢が続き、足元で弱含んでいる財も年末頃から来年にかけて欧米景気を持ち直しにより拡大に転じるとみられ、増加基調を維持しよう。

日銀は 7 月 30～31 日の金融政策決定会合で大方の予想に反し利上げを強行、金融市場は円高株安が進むなど混乱した。ただ、市場が落ち着けば経済・物価情勢の改善に伴い利上げを継続する方針を再確認しており、当社は 12 月の追加利上げと来年度の利上げ継続を予想。

日本の金利上昇と米国の金利低下により為替相場は円高傾向となろう。また、金利上昇は住宅投資や設備投資を下押しするが、同時に家計所得を押し上げ個人消費にはプラスとなる。輸出は円高の影響を受けず海外景気の復調で増勢を取り戻す。今後の日本経済は安定的な物価上昇の下で一定の金利がある正常な状態への回復を再開しよう。

日本経済の成長率見通し(年度)

	2022	2023	2024	2025	2026
前年比,%,%Pt	実績	実績	予想	予想	予想
実質GDP	1.6	0.8	0.9	1.0	1.0
個人消費	2.7	▲0.6	1.1	1.2	1.0
住宅投資	▲3.3	0.3	▲1.1	▲2.9	▲1.3
設備投資	4.1	0.3	3.4	▲0.9	0.6
公共投資	▲6.1	0.7	▲1.5	▲3.1	▲2.9
純輸出(寄与度)	(▲0.5)	(1.2)	(▲0.2)	(0.4)	(0.3)
輸 出	4.9	2.8	1.5	6.0	4.7
輸 入	7.3	▲3.2	2.8	4.0	3.6
失業率(%、平均)	2.6	2.6	2.5	2.3	2.2
消費者物価(除く生鮮)	3.0	2.8	2.2	1.9	2.0

(出所)内閣府ほか、予想部分は伊藤忠総研による。

4～6 月期は 2 四半期ぶりプラス成長

今月 15 日に発表された 4～6 月期の実質 GDP 成長率（1 次速報）は前期比 +0.1%（年率 +3.1%）と 2 四半期ぶりのプラス成長に転じた（右図）。大手自動車メーカーの出荷・販売停止によって大きく落ち込んでいた個人消費が持ち直し 5 四半期ぶりの増加に転じた（1～3 月期前期比▲0.6%→4～6 月期 +1.0%）ほか、停滞が続いていた公共投資（▲1.1%→+4.5%）は 4 四半期ぶりに増加、民間企業設備投資（▲0.4%→+0.9%）も 2 四半期ぶりに増加し、成長率を押し上げた。

ただし、前年同月比では 1～3 月期の▲0.9%から 4～6 月期も▲0.8%とマイナスのまま小幅改善にとどまっており、景気回復とまでは言い難く、持ち直した程度という評価が適当であろう。

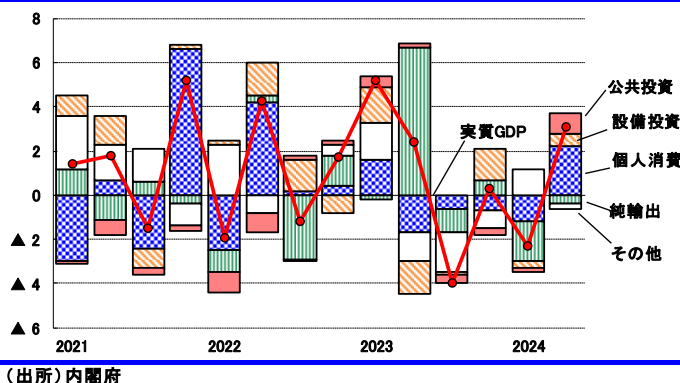
個人消費は反動増の域を脱せず

4～6 月期は久方ぶりの増加（前期比 +1.0%）となった個人消費であるが、その内訳を見ると（右図）、1～3 月期に大きく落ち込んだ耐久財の反動増（前期比▲11.0%→+8.1%）が 0.6%Pt 押し上げ最大寄与となった。また、気温が上昇し夏物の販売が好調だった半耐久財（+0.6%→+2.0%）も 0.2%Pt の押し上げ寄与となった。一方で、全体の 6 割を占めるサービス消費は横ばいにとどまっている。つまり、4～6 月期の個人消費の増加は専ら前期の反動や猛暑といった特殊要因によってもたらされたものであり、未だ回復には至っていないと判断すべきであろう。

街角景気は消費関連が悪化

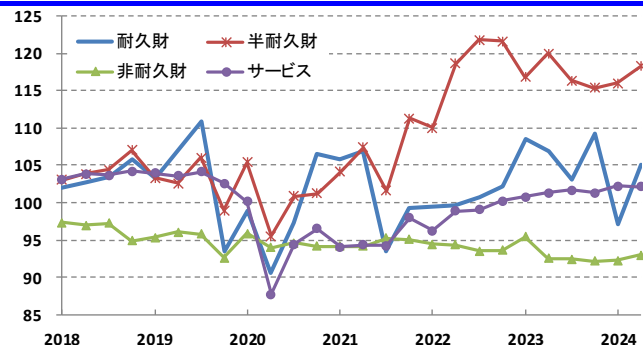
7 月以降の景気動向を各種指標で確認すると、「街角景気」とも呼ばれる景気ウォッチャー調査は、景気の現状判断 DI（水準、季節調整値）が全体で 6 月の 46.5 から 7 月は 46.6 と小幅な改善にとどまった。内訳を見ると、個人消費と関連の深い「家計動向関連」（6 月 46.6→7 月 45.9）は悪化しており、個人消費が盛り上がり欠いている可能性を示した。なかでも「サービス関連」（49.1→47.5）や「飲食関連」（46.8→45.8）の悪化が目立ち、「小売関連」（45.6→45.2）は小幅悪化にとどまった。判断理由としては、猛暑のほか梅雨などの天候不順や物価上昇が悪材料とされたが、エアコンや衣料品など夏物商品の販売は好調だったという

実質GDP成長率の推移（季節調整値、前期比年率、%）



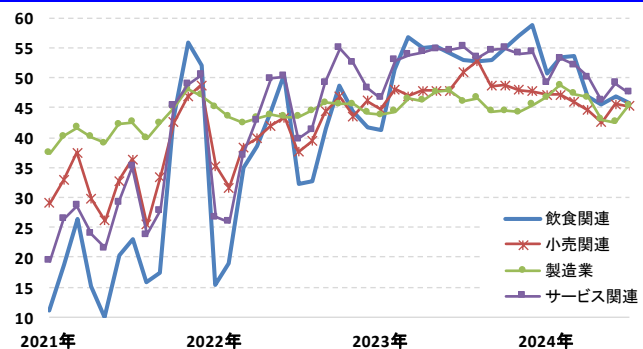
(出所)内閣府

家計消費の財別動向（季節調整値、2013年Q1=100）



(出所)内閣府

景気ウォッチャー調査（現状判断、水準、季節調整値）



(出所)内閣府

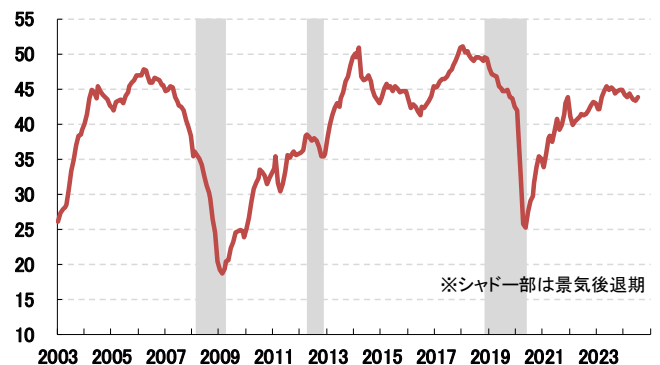
声も散見され、これらの違いがサービス分野と小売分野の明暗を分けたようである。

一方で、「企業動向関連」（6月 45.2→7月 48.3）は大幅に改善した。非製造業（47.0→50.2）が好不調の目安である 50 を超え、製造業（42.6→45.4）も改善した。理由として受注増を挙げる地域が業種を問わず多く、景気の底堅さが感じられた。

企業景況感は改善

帝国データバンクの「TDB 景気動向調査」でも、7月の企業景況感（景気 DI）が前月比+0.5 ポイントの 43.8 と 4 か月ぶりに改善した（右図）。業界別にみると、回答企業の約 2 割を占める「サービス」（前月比+0.8 ポイント）および「卸売」（+0.6）が景況感の改善に大きく寄与したほか、全体に占める割合は低いものの「金融」（+0.9）や「その他」（+2.6）が大幅に上昇、全 10 業界のうち 7 業界で景況感が改善した。地域別でも 10 地域中 7 地域で景況感が改善しており、5 月の 1 地域、6 月の 4 地域に比べ改善が広がっている。なお、6月に大幅に低下した北陸地域の景気 DI も前月比+0.7 ポイントと改善している。

景気DIの推移(全国)



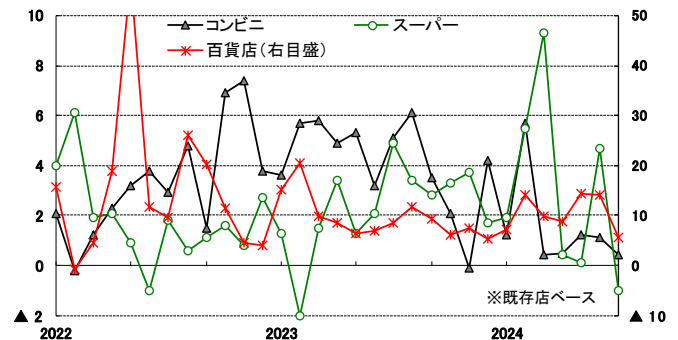
(出所) 帝国データバンク

7月販売統計は週末要因で悪化

景気ウォッチャー調査で景況感が小幅ながら悪化した小売分野の販売動向を見ると、7月は前年同月と比べ週末の数が少なかった影響で数字の悪化が目立った。

7月のコンビニ売上高（既存店）は、6月の前年同月比+1.1%から+0.4%へ鈍化した（右図）。来店客数（6月前年同月比+0.7%→7月+0.4%）の伸びが鈍化、客単価（+0.4%→0.0%）は前年比横ばいにとどまった。売上の内訳を見ると、非食品（6月前年同月比+1.3%→7月+1.9%）は伸びを高めたが、弁当やおにぎりなどの日配食品（+0.1%→▲0.5%）がマイナスに転じ、飲料や菓子などの加工食品（+2.6%→+1.2%）は大きく伸びが鈍化、宅急便やチケットなどのサービス（▲1.0%→▲7.3%）はマイナス幅が拡大した。報道によると行楽需要は好調だった模様であり、数字の悪化は専ら週末の数の減少によると考えられる。

業態別の小売売上高の推移(既存店、前年同期比、%)



(出所) 日本百貨店協会、日本フランチャイズチェーン協会、日本チェーンストア協会

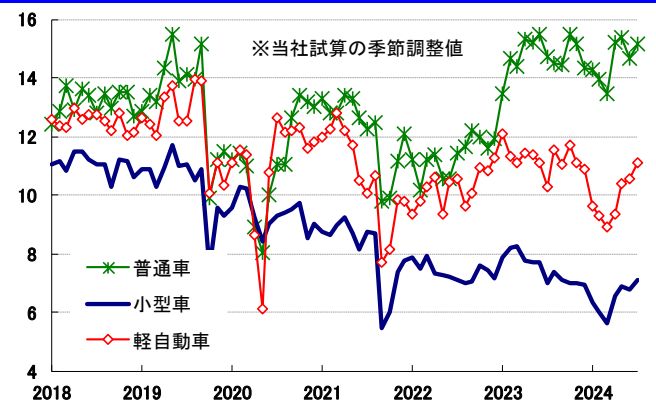
7月のスーパー売上高（店舗数調整済）は、6月の前年同月比+4.7%から▲1.0%へ落ち込んだ（上図）。6月は週末が 5 回あり伸びが高かったが、7月は前年同月の週末 5 回が今年は 4 回に減ったことで下押しされた。内訳を見ると、主力の「食料品」（5月+2.2%→6月+5.2%→7月+0.9%）の伸びが大きく鈍化、「衣料品」（▲9.0%→▲2.2%→▲10.1%）のマイナス幅が拡大した。ただ、7月は

5月と比べ若干悪化した程度であり、6月に上振れたほどは落ち込んでおらず、売上の基調は数字が示すほど悪化していないとみられる。

7月の百貨店売上高（店舗数調整済）は、6月の前年同月比+14.0%から+5.5%へ大きく伸びが鈍化した（前ページ右下図）。コンビニやスーパー同様、週末の回数が減った影響が主因と考えられる。主力の「衣料品」（6月+15.7%→7月+4.6%）のほか、「身のまわり品」（+30.0%→+17.0%）、「雑貨」（+21.7%→+11.9%）など、幅広く伸びが鈍化した。ただ、日本百貨店協会によるとインバウンド需要は前年比倍増が続いており、7月までの累計で既に過去最高を記録した2023年の年間売上を超えるほどの好調が続いている。

7月の乗用車販売台数（新車）は、6月の前年同月比▲6.1%から+5.5%へ大きく改善した。季節調整値（当社試算）の前月比でも7月は+4.2%と2ヵ月ぶりに増加した。内訳を見ると（右図）、軽自動車（6月前月比+1.4%→7月+5.5%）の増加が続き、小型車（▲1.3%→+4.7%）や普通車（▲4.6%→+3.1%）も増加に転じた。7月の軽自動車販売台数は年率133.6万台（当社試算の季節調整値）となり、2023年通年の135.0万台近くまで回復、ダイハツ工業の出荷停止の影響は概ね一巡したとみられる。

新車販売台数の推移（乗用車、季節調整値、万台）

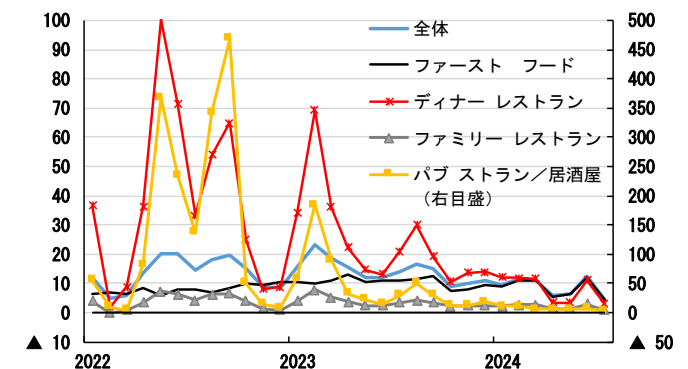


（出所）日本自動車工業会、全国軽自動車協会連合会

7月の外食売上高は、6月の前年同月比+12.4%から+4.3%へ大きく伸びが鈍化した。主要小売業態と同様、前年同月より週末の数が少なかったため客数の伸びが6月の+6.1%から+0.7%へ鈍化したことが主因であるが、客単価の伸びもやや鈍化した（6月+5.9%→7月+3.6%）。

業態別には、ファミリーレストラン（6月前年同月比+14.7%→7月+4.2%）、ファーストフード（+11.9%→+4.2%）、ディナーレストラン（+11.2%→+2.8%）が大幅に鈍化、パブレストラン／居酒屋（+6.8%→+3.4%）も伸びが半減した。7月のファーストフードの客単価は前年同月比+3.6%、ファミリーレストランは+4.9%と比較的堅調に伸びており、これらの業態では特に週末が少なく客数が伸びなかった影響が顕著である。

外食売上高の推移（前年同月比、%）



（出所）日本フードサービス協会

物価沈静化は足踏み

これまで個人消費の強い逆風になってきた物価の上昇は、このところ改善に足踏みが見られる。7月の消費者物価指数は、「総合」で前年同月比+2.8%と6月から変わらず、「コア（生鮮食品を除く総合）」では6月の+2.6%から+2.7%へ小幅ながら伸びを高めた（次ページ右上図）。主因は政府の電気・ガス代に対する補助金の終了であり、これらを含む「光熱・水道」は6月の+7.5%から+

12.9%へ伸びを高めた。

ただ、物価の基調を示すとされる「コアコア（生鮮食品とエネルギーを除く総合）」は、6月の+2.2%から7月は+1.9%へ鈍化した（上図）。「一般サービス」が6月の+2.3%から+1.9%へ鈍化したことが大きい。主因は携帯電話料金の上昇が一巡¹したことであるが、賃金上昇のサービス価格への波及が進んでいない面もあるだろう。つまり、日銀が「第二の力」と呼ぶ、国内の需給に起因する物価上昇圧力はさほど高まっておらず、エネルギー価格抑制のための補助金終了という政策要因で物価上昇率が高止まりしている、ということになる。

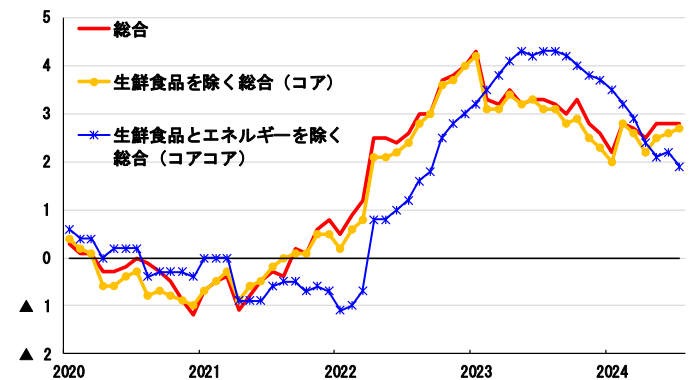
今後については、電気・ガス代への補助金を政府が8月から10まで再開するとしており、この間はエネルギー価格の上昇が抑制される見込みである。さらに、帝国データバンクの調査によると値上げが予定されている品目数は昨年に比べ大きく減少しており²、消費者物価の前年同期比を抑制する要因となる。11月以降は補助金が再び終了しエネルギー価格を押し上げるが、一方で大幅な円安が修正されたことや原油価格の下落³が下押し要因となろう。そのため、消費者物価は2024年度末にかけて総合やコアでも概ね2%前後で推移すると見込まれる。

賃金の上昇続く

個人消費の先行きを見通すうえで重要な賃金動向は、上昇ペースが速まっている。毎月勤労統計によると、現金給与総額のうち所定内給与（基本給、右図）は、今年の春季生活闘争（春闘）の高い賃上げ率を反映し、5月の前年同月比+2.1%から6月は+2.2%へ伸びを高めた。サンプル入れ替えの影響を除いた「共通事業所」ベースでは+2.8%から+2.5%へ鈍化した。上記の「全サンプル」ベースを上回る高い伸びを維持している。

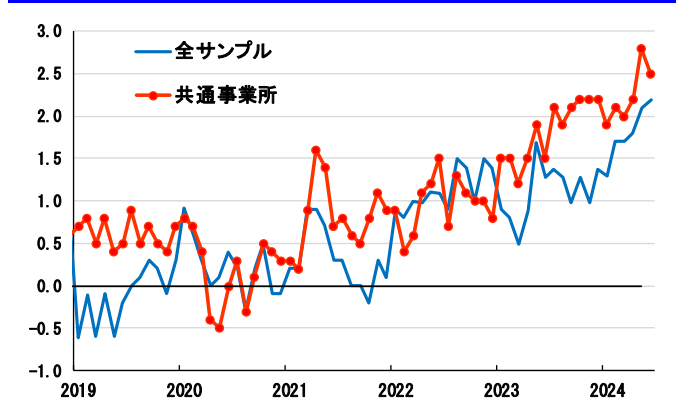
所定内給与の伸びの高まりは、今年の高い春闘賃上げ率が徐々に反映されているためであるが、こうした動きは例年9月頃まで続くため、所定内給与は最終的に3%程度まで伸びを高めると見込まれる。

全国消費者物価（前年同月比、%）



（出所）総務省

所定内給与（前年比、%）



（出所）厚生労働省「毎月勤労統計」

¹ 前年7月に一部事業者の料金プラン変更によって前年同期比が大きく上昇したが、その要因が剥落した。

² 帝国データバンクの『主要195社』価格改定動向調査－2024年7月によると、今年の値上げ品目数は8月591（前年同月比▲50.6%）、9月882（▲58.9%）、10月1,534（▲67.8%）と大幅に減少する見込み。

³ 原油価格の代表的な指標であるWTI先物価格は、7月半ば頃までの1バレル＝80ドル前後から、7月後半以降は70ドル台で推移している。足元で上昇してはいるが、前年の秋口には90ドル台まで上昇する局面もあり、前年比では下落。

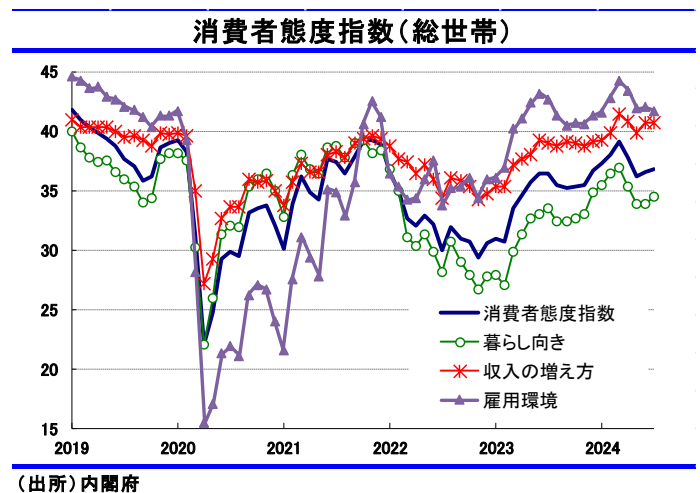
さらに、夏季賞与（ボーナス）は前年に比べ大幅に増加した。現金給与総額のうち特別給与（主にボーナス）は、7月に前年同月比+7.6%へ伸びを高めた（5月は+0.1%）。その結果、現金給与総額（名目賃金）は+4.5%まで伸びを高め、物価上昇分を差し引いた実質賃金も+1.1%と2022年3月以来の前年比プラスに転じた。

実質賃金は、ボーナス増による押し上げが剥落する7月に一旦マイナスに転じるとみられるが、8月以降は、前述の通り所定内給与の伸びが高まる一方で、消費者物価上昇率が電気・ガス代の補助金復活により鈍化するため、再び前年比プラスに転じると予想される。

個人消費は回復へ

こうした賃金（収入）の増加に加え、物価上昇が一服しつつあることから、消費者マインドは改善傾向にある。消費者マインドの代表的な指標である消費者態度指数は、5月の36.2を底として、7月には36.6へ持ち直している（右図）。

内訳を見ると、「収入の増え方」（5月39.9→7月40.7）が大きく改善、「雇用環境」（41.9→41.7）は悪化しているが、これまで物価上昇を背景に悪化していた「暮らし向き」（33.9→34.5）が改善に転じている。

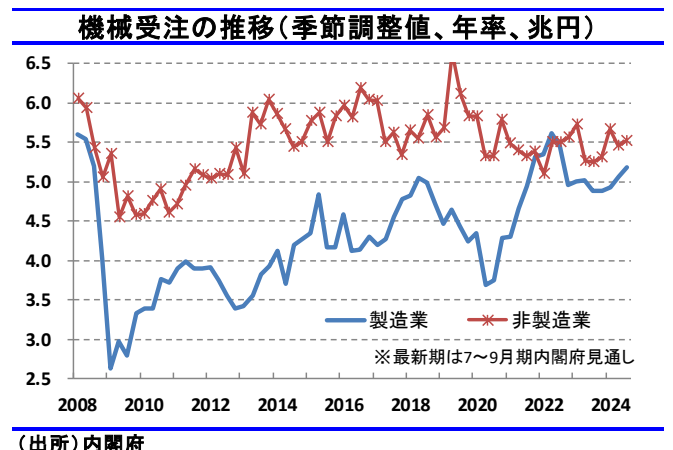


今後は、電気・ガス代の補助金復活という政策対応もあり、物価上昇のピークアウトが一層明確になるとみられ、それに伴い消費者マインドは一段と改善、個人消費の回復を後押しすると予想する。そのため、4～6月期の個人消費の増加は前述の通り自動車メーカーの生産停止による落ち込みの反動に過ぎなかったが、7～9月期以降は実質賃金の増加や消費者マインドの改善を背景に回復に向かおう。2024年度通年の個人消費は前年比+1.1%と2023年度の▲0.6%から増加に転じ、2025年度は減税の反動が見込まれるものの、実質所得の増加とマインドの改善が続くことにより堅調な拡大（前年比+1.2%）を維持すると予想する。

設備投資は底堅く推移

機械投資の先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）は、6月に前月比+2.1%と3か月ぶりに増加したが、4～6月期では前期比▲0.1%と概ね横ばいだった。ただ、1～3月期は+4.4%の大幅増であり、4～6月期はその水準を維持、7～9月期も内閣府による受注見通しは前期比+0.2%と概ね横ばいであることを踏まえると、機械受注は高水準を維持し堅調だと評価できる。

業種別に見ると（右図）、4～6月期の製造業からの受注額は前期比+2.8%と2四半期連続で増加しており、7～9月期（内閣府見通し）も+2.4%と増



加が見込まれている。一方、非製造業（船舶・電力を除く）は4～6月期に前期比▲3.7%と3四半期ぶりに減少したが、先行き7～9月期は+1.1%と持ち直しが見込まれている。

一方、建設投資は引き続き低調である。先行指標の建設着工床面積は、6月に前年同月比+4.6%と3か月振りに前年同月を上回ったが、4～6月期では前年同期比▲8.8%と1～3月期の前年同期比▲6.8%からマイナス幅が拡大した。「工場」（1～3月期前年同期比+1.1%→4～6月期前年同期比▲2.9%）が前年同期比マイナスに転じ、「倉庫」（▲41.9%→▲30.5%）はマイナスが縮小したが大幅マイナスは変わらず、オフィスなどの「事務所」（+42.3%→+7.5%）はプラス幅が大きく縮小した。一方、「店舗」（▲28.1%→+26.2%）は前年比プラスに転じた。

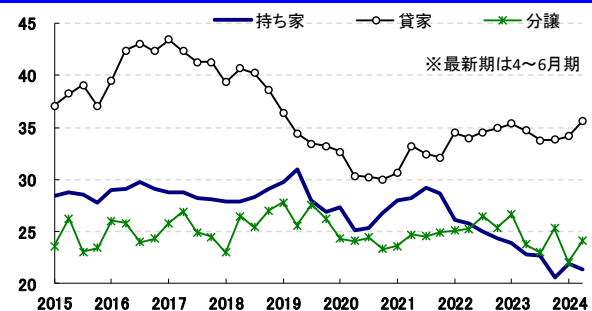
なお、最近の円高傾向が企業収益に与える影響は、全体で見れば限定的とみられる。製造業においては輸出産業を中心に売上高が下押しされる反面、輸入原材料コストの減少が利益を押し上げる面もある。非製造業に至っては、原材料コストの減少によるプラス効果の方が上回る可能性が高い。その結果、企業収益を通じた設備投資への影響も限定的と考えて良いだろう。

そのため、今後の設備投資は、需要と企業収益の拡大を背景に増加基調で推移し、2024年度通年では前年度比+3.4%と、2023年度の+0.3%から伸びが高まると予想する。金利上昇に伴う投資採算の悪化および利払い負担増は設備投資に逆風であるが、デフレ脱却に伴う売上高の増加などにより企業収益が拡大、金利上昇に伴う設備投資の下押し圧力を軽減する⁴。ただ、2025年度にはコロナ禍で先送りされた更新投資の一巡や金利上昇の影響により増勢が一服、一旦調整局面に入ると予想する。

住宅投資は一旦下げ止まる

住宅投資の先行指標である新設住宅着工戸数は、5月（前月比▲7.5%）、6月（▲5.9%）と2か月連続で減少したが、4月に+15.8%と急増したこともあり、4～6月期では前期比+4.3%と2四半期ぶりに増加した。利用関係別に見ると、持ち家（1～3月前期比+6.3%→4～6月前期比▲2.5%）は軟調だったものの、貸家（+1.0%→+4.4%）と分譲住宅（▲12.9%→+9.6%）がともに増加した（右図）。分譲住宅は1～3月期に大幅に落ち込んでおり、4月以降も昨年10～12月期の水準を取り戻せていない。貸家については、3月の着工減に伴う工事時期平準化の影響が、一部残存した可能性がある。

住宅着工戸数の推移(季節調整値、年率、万戸)



(出所)国土交通省

7月の景気ウォッチャー調査では、住宅市場の先行きについて、多くの住宅販売会社が住宅ローン金利の先高観や、物件価格の上昇などによるマイホーム需要の減少などを理由とした慎重な見方を示し、先行き判断DI（住宅関連）は前月に比べ1.8ポイント低い42.2、2022年12月以来となる低水準を

⁴ 金利上昇が設備投資に及ぼす影響については、2024年5月29日付「日本経済情報 2024年5月号 金利上昇下で経済正常化に向けて再始動（改定見通し）」を参照（<https://www.itochu-research.com/ja/report/2024/2607/>）。

記録、四半期ベースでも低調な推移となっている（下図）。そのため、住宅着工の持ち直しは一時的なものとなる。

今後の住宅投資については、家計の雇用・所得環境の改善が続く半面、日銀の利上げに伴う住宅ローン金利の高まりから家計の住宅取得能力が低下し、住宅投資は減少する見通しである。2024 年度の住宅投資は前年度比▲1.1%と 2023 年度の同+0.3%から再び減少となり、2025 年度には同▲2.9%へと減少幅が拡大すると予想する。

インバウンド需要も堅調

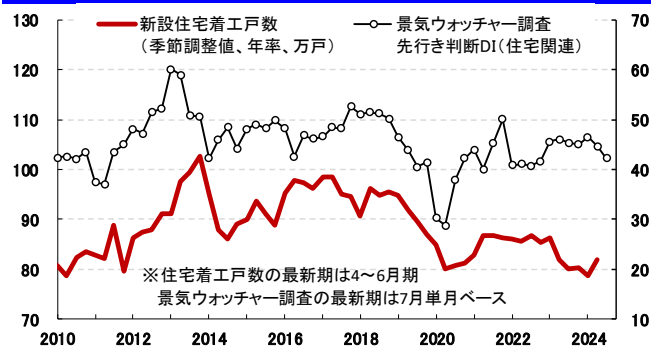
インバウンド需要は引き続き高水準で推移している。7 月の訪日外国人数は 329.3 万人となり、2 か月連続で過去最高を更新した（右図）。急増が

続く中国本土（77.7 万人）が全体の 23.6%を占め、韓国を抜いて最多となった。韓国（75.8 万人）も全体の 23.0%を占めており、台湾（57.2 万人）と香港（27.9 万人）を含めた東アジア全体のシェアは 7 割超（72.4%）まで上昇した。米国（25.1 万人）のシェアは 7.6%で香港に次ぐ 5 番目、フィリピン（5.6 万人）やタイ（5.4 万人）など、ASEAN 主要 6 か国⁶のシェア（7.2%）は低下した。

こうした訪日外国人数を踏まえると、7 月の訪日外国人による支出（旅行収支受取＝インバウンド需要）は 6,550 億円程度となり、6 月（6,237 億円）から増加したとみられる。堅調なインバウンド需要は引き続き景気を押し上げている模様である。

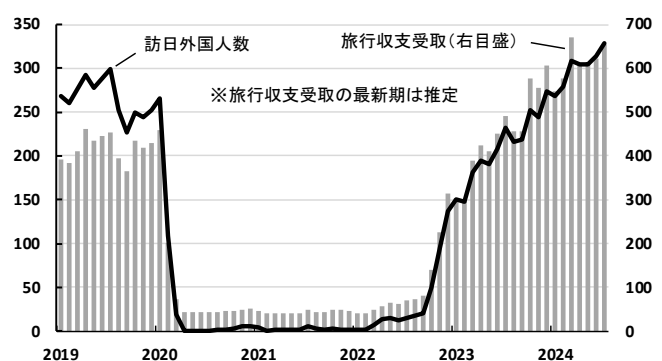
年末にかけては、円高の進行に伴い、訪日外国人 1 人当たり消費額の減少が見込まれる。当社の試算によると、10%の円高ドル安によって、訪日外国人 1 人当たり消費は 4.4%減少する⁷。訪日外国人数は、このところ顕著な回復を見せる中国本土からの旅行客の増加が続くと見込まれるが、円高進行による 1 人当たり消費額の減少からインバウンド需要の増勢は徐々に鈍化すると予想する。

住宅着工戸数と先行き判断DI(住宅関連)の推移



(出所)国土交通省、内閣府

訪日外国人数と旅行収支受取額(万人、10億円)



(出所)財務省、日本政府観光局、推定値は伊藤忠総研による

⁵ 金利上昇が住宅投資に及ぼす影響については、2024 年 5 月 29 日付「日本経済情報 2024 年 5 月号 金利上昇下で経済正常化に向けて再始動（改定見通し）」を参照（<https://www.itochu-research.com/ja/report/2024/2607/>）。住宅取得能力指数の詳細は 2024 年 4 月 30 日付「景気拡大の阻害要因は円安よりも金利上昇への耐性—日本経済情報 2024 年 4 月号」参照。<https://www.itochu-research.com/ja/report/2024/2583/>

⁶ シンガポール、インドネシア、タイ、マレーシア、フィリピン、ベトナムの合計。

⁷ 訪日外国人 1 人当たり消費額をドル円レートで回帰して弾性値 0.44 を推計。訪日ビザ緩和が本格化した 2017 年 5 月以降は線形トレンドを説明変数に追加。推計期間はコロナ禍発生前の 2014～2019 年。

財輸出は下げ止まらず

財（モノ）の輸出は停滞している。通関輸出数量指数で財輸出の動向を見ると、7月 は前月比＋1.1%と 2 ヶ月ぶりに増加したものの、4～6 月期の水準を 1.0% 下回っている（当社試算の季節調整値、右図）。

主な仕向け地別に見ると、米国向け（4～6 月期前期比▲2.4%→7 月の 4～6 月比▲1.6%）とアジア向け（▲0.6%→▲2.6%）の減少が続いた。特にアジア向けのうち中国向け（▲3.2%→▲9.4%）の落ち込みが際立つ。一方、EU 向けは 4～6 月期（前期比▲9.5%）まで 4 四半期連続の減少だったが、7 月は 4～6 月期を 4.2% 上回り下げ止まりの兆しを見せた。

主な財の動向は、鉄鋼（4～6 月期前期比▲2.2%→7 月の 4～6 月比＋9.9%）やプラスチック（＋2.0%→＋1.9%）、自動車部品（▲2.4%→＋1.2%）が好調な半面、自動車（▲0.1%→▲2.0%）と半導体（IC、▲2.2%→▲1.0%）がともに低迷している。

今後の輸出を展望すると、サービス輸出は円高進行に伴いインバウンド需要の増勢鈍化が見込まれる。一方、財輸出は 2024 年終盤から 2025 年にかけて欧米景気の持ち直しにより増加に転じる見通しである。近年、輸出の為替相場に対する数量面での感応度は小さいため、円高が輸出に及ぼす影響は概ね価格面を通じたものに限られよう。そのため、2024 年度は財輸出が上半期に停滞する影響から、輸出全体では前年比＋1.5%と 2023 年度の＋2.8%から減速するものの、2025 年度は＋6.0%へ増勢が加速すると予想する。

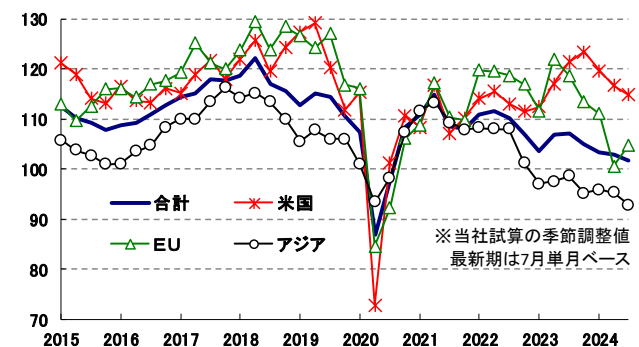
12 月追加利上げを予想

こうした経済・物価情勢を踏まえ、当社は日銀が 7 月 30～31 日の金融政策決定会合で政策金利（無担保コールレート翌日物）を 0～0.1%程度のまま据え置くと予想した。日銀は従前より政策金利を引き上げる条件として、賃金上昇のサービス価格等への波及という「第二の力」により、基調的な物価上昇率が 2%に向けて上昇していくことを挙げていたが、先に見た通り、賃金は順調に上昇しているものの、そのサービス価格への波及は限定的で不十分なためである。

ところが、実際には日銀は利上げを強行、タイミング悪く米国で金融政策の変更（利下げの開始）が確実視される事態となったことも加わり、8 月 5 日にかけてドル円相場は一時 1 ドル＝141 円台半ばまで円高が急伸、日経平均株価は 7 月 11 日の史上最高値 4 万 2,224 円から 3 万 1,458 円へ 1 万円強も下落するなど、金融市場が著しく混乱した。その後、内田副総裁が 8 月 7 日の講演で「金融資本市場が不安定な状況で利上げをすることはない」とし、「当面、現在の水準で金融緩和をしっかりと続ける必要がある」と利上げに慎重な姿勢を示したこともあり、ドル円相場は 145 円前後、日経平均株価は 3 万 8 千円前後まで戻している。

植田総裁は、8 月 23 日の国会閉会中審査で「経済・物価の見通しがおおむね実現していく姿になれ

仕向け地別輸出数量指数の推移(季節調整値、2020年=100)



(出所)財務省

ば、金融緩和の度合いをだんだん調整していくという基本的な姿勢に変わりはない」とし、今後も景気が回復に向かうのであれば利上げを続ける考えを改めて示した。市場の一部には、今後1年以内に衆院解散総選挙が見込まれる中で利上げは困難であり、政策金利はせいぜい0.5%までの引き上げにとどまるとの見方もあるが、当社は、日本経済が7～9月期も前期比プラス成長となり、景気が着実に回復に向かっていることを確認したうえで、日銀は12月18～19日の金融政策決定会合で政策金利を0.5%へ引き上げ、来年度にも追加利上げを実施するという予想を維持する。

円高・金利上昇でも景気拡大続く

日銀の利上げと米国の金利低下により日米金利差が縮小するため、ドル円相場は年末に1ドル＝140円前後、来年度末にかけて130円台半ばへ円高が進むと見込まれる。

そうしたなか、個人消費は実質所得の増加と物価上昇の落ち着きによるマインド改善を追い風に、増加が続こう。金利の上昇は自動車など高額商品の購入に逆風となるが、金利の上昇幅は小さく、それを上回る賃金の上昇が来年も期待されるため、影響は限定的であろう。むしろ、金利の上昇は利子所得の増加を通じて所得を押し上げる。2,200兆円に達した家計の金融資産は円預金に限っても1,006兆円に上っており、そこから生み出される利子所得は、仮に利回りが0.5%ポイント上昇すれば5兆円増加する。これは、年間の可処分所得314兆円（2022年度）の1.6%にも相当する。

設備投資も、企業の積極的な計画が需要の回復や人手不足への対応という形で実現され、拡大が続けよう。輸出は、財が当面伸び悩み、サービスも円高傾向を受けて勢いは鈍るものの、増加基調は維持しよう。その結果、実質GDP成長率は7～9月期以降も前期比プラスを維持し、2024年度通年では2023年度の前年比+0.8%から+0.9%へやや加速すると予想する（上表）。

2025年度は、利上げの継続により金利が一段と上昇し設備投資が一旦ピークアウト、住宅投資の減少が続こう。一方で、個人消費は賃金上昇とマインド改善による回復が続く、輸出は海外景気の復調を背景に増勢を強める。そのため、実質GDP成長率は前年比+1.0%へ若干高まり、日銀・内閣府とも0.7%程度とする潜在成長率を上回る状況が続く。その結果、需給ギャップの改善が続く、日本経済は安定的な物価上昇の下で一定の金利がある正常な状態が定着していくと予想する。

日本経済の推移と予測（年度）

	2022	2023	2024	2025	2026
前年比, %, %Pt	実績	実績	予想	予想	予想
実質GDP	1.6	0.8	0.9	1.0	1.0
国内需要	2.1	▲0.5	1.2	0.6	0.7
民間需要	2.9	▲0.6	1.6	0.7	0.9
個人消費	2.7	▲0.6	1.1	1.2	1.0
住宅投資	▲3.3	0.3	▲1.1	▲2.9	▲1.3
設備投資	4.1	0.3	3.4	▲0.9	0.6
在庫投資(寄与度)	(0.1)	(▲0.2)	(0.0)	(0.2)	(0.1)
政府消費	1.4	▲0.5	0.7	0.8	0.7
公共投資	▲6.1	0.7	▲1.5	▲3.1	▲2.9
純輸出(寄与度)	(▲0.5)	(1.2)	(▲0.2)	(0.4)	(0.3)
輸出	4.9	2.8	1.5	6.0	4.7
輸入	7.3	▲3.2	2.8	4.0	3.6
名目GDP	2.5	4.9	3.4	2.6	2.8
鉱工業生産	▲0.3	▲1.9	3.9	2.5	1.4
失業率(%、平均)	2.6	2.6	2.5	2.3	2.2
経常収支(兆円)	9.1	24.8	19.8	22.8	19.2
消費者物価(除く生鮮)	3.0	2.8	2.2	1.9	2.0

（出所）内閣府ほか、予想部分は伊藤忠総研による。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠総研が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。